

תיבה ד'-2: נתונים על הסיכון בהחזקות ריאליות ופיננסיות בקבוצות עסקיות בישראל

ההמלצות הסופיות של הוועדה להגברת התחרותיות במשק, שפורסמו בפברואר 2012, כללו הצעות לשינויים ניכרים בנושא החזקות ריאליות ופיננסיות. בראש ההמלצות איסור על תאגיד ריאלי משמעותי, או על מי ששולט בתאגיד ריאלי משמעותי, להחזיק בגוף פיננסי משמעותי מעבר לשיעור שהוגדר¹. המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק הובילו לדיון ער בסוגיה של קבוצות עסקיות הכוללות תאגידיים ריאליים ותאגידיים פיננסיים גם יחד. בתיבה זו ננסה לבחון סוגיה זו, ולנתח את השפעתה על הקצאת ההון במשק הישראלי ועל הסיכונים המערכתיים בו. בין השאר נציג סטטיסטיקה תיאורית המרמזת על הבדלים ברמת הסיכון בין חברות לא-פיננסיות המשתייכות לקבוצה הכוללת גם החזקות פיננסיות לבין חברות לא-פיננסיות שאינן משתייכות לקבוצה כזאת.

קבוצה עסקית מוגדרת כמקבץ של חברות עצמאיות מבחינה חוקית, הנמצאות בבעלות חלקית או מלאה של יחיד (או קבוצה של יחידים) אשר נהנה (או נהנית) מן

¹ 10 אחוזים לכל היותר מגוף פיננסי משמעותי ו-5 אחוזים לכל היותר מגוף פיננסי משמעותי ללא גרעין שליטה.

הזכות להשתמש בנכסי החברות השייכות לקבוצה (Samphantharak 2006). קבוצות עסקיות הן צורת הבעלות השכיחה בחברות הישראליות, והן נוטות להתמקד במגזר הפיננסי (בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 2009). מרבית המוסדות הפיננסיים בישראל נשלטים בידי קבוצות עסקיות מקומיות גדולות (OECD, 2011). בתיבה זו נגדיר קבוצה עסקית כיחידה כלכלית אחת שבשליטתה יותר מחברה ציבורית אחת.²

מחקרים שונים מצאו הן יתרונות והן חסרונות של קבוצות עסקיות. (לסקירת ספרות ראו: Khanna and Yafeh, 2007). בקבוצות עסקיות הכוללות חברות פיננסיות עשויים להתבטא ביתר עוצמה גם היתרונות וגם החסרונות של קבוצות עסקיות בכלל. Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) הראו, בשוק היפני, שחברות השייכות לקבוצות עסקיות אשר במרכזן בנק נוטות להיות פחות מוגבלות פיננסית מחברות עצמאיות. Perotti and Gelfer (2001) הראו בשוק הרוסי שחברות בקבוצות פיננסיות תעשייתיות אשר אינן כוללות בנק מתנהגות בדומה לחברות עצמאיות, ואילו חברות בקבוצות הכוללות גם בנק נוטות להיות פחות מוגבלות פיננסית.³ כנגד זאת, קבוצות עסקיות הכוללות חברות פיננסיות עלולות, במקרה של כשל, לגרום סיכון מערכתי למשק (OECD, 2011).

פילוח של הקבוצות העסקיות בישראל לפי הסיווג הענפי של החברות המשתייכות אליהן⁴ מלמד כי 9 מתוך 52 הקבוצות שזוהו במשק ברביע השלישי של שנת 2011, כוללות חברות לא-פיננסיות וחברות פיננסיות גם יחד.⁵ לקבוצות אלה משתייכות 54 חברות ציבוריות, ששווי השוק הכולל שלהן הוא כ-102 מיליארדי ש"ח - 18 אחוזים מסך שווי השוק של החברות הציבוריות בישראל (22 אחוזים מסך שווי השוק ללא חברת "טבע"). זאת ועוד, ארבע מתוך עשר הקבוצות העסקיות בעלות שווי השוק הגדול ביותר במשק (בסוף הרביע השלישי של שנת 2011) כוללות חברות לא-פיננסיות וחברות פיננסיות גם יחד.

כדי להיטיב ולהבין את ההשפעה של החזקות ריאליות ופיננסיות במסגרת קבוצה עסקית על החברות בקבוצה נשווה בין חברות לא-פיננסיות משלושה סוגים: חברות שאינן משתייכות לקבוצה עסקית, חברות המשתייכות לקבוצה עסקית שאין בה חברות פיננסיות וחברות המשתייכות לקבוצה עסקית שיש בה גם חברות פיננסיות.⁶ האיור להלן מציג את ההבדלים בין שלושת סוגי החברות בשלושה מדדים לסיכון החברה: יחס הנכסים להתחייבויות, יחס הנכסים השוטפים להתחייבויות השוטפות והיחס בין

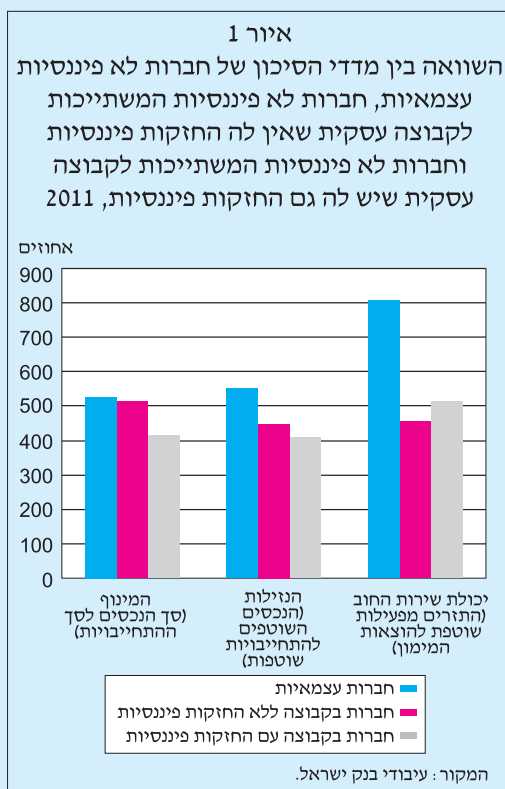
² חשוב לשים לב שהגדרה זו אינה כוללת את החברות הפרטיות, שלגביהן יש לנו פחות נתונים זמינים.

³ בבדיקה שלהלן לא נפריד בין קבוצות הכוללות בנק לכאלה הכוללות חברה פיננסית אחרת, בשל מיעוט התצפיות.

⁴ כאן ובהמשך אנו מבחינים בין חברה פיננסית ולא-פיננסית לפי הסיווג האחיד של ענפי הכלכלה 1993, המסווג את המשק בישראל ל-65 תת-ענפים (הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה 2008). שיוך החברות לסיווגים הענפיים נעשה באופן ידני לפי תיאור פעילותה של החברה באתר הבורסה לניירות ערך בתל אביב (www.tase.co.il). חברה פיננסית הגדרנו כחברה המשתייכת לתת-הענפים "בנקאות ומוסדות פיננסיים אחרים" ו"ביטוח וקופות גמל".

⁵ סיווג חברה כשייכת לקבוצה עסקית בבדיקה המוצגת כאן נעשה לפי בסיס הנתונים ששימש את קוסנקו (2008), עם עדכונים. שלושה בנקים - "דיסקונט", "מזרחי-טפחות" ו"איגור" - שגרעין השליטה שלהם קשור ליותר מקבוצה עסקית אחת לא עונים על ההגדרה של שייכות לקבוצה עסקית לפי שיטת הסיווג הזאת. שיטת סיווג מקלה יותר, ובפרט שיטה המסתמכת על ההגדרה הרגולטורית לשליטה ו/או לשיעור ההחזקה בלבד, הייתה מגדילה את מספר הקבוצות העסקיות בעלות ההחזקות הפיננסיות במדגם; מכאן שהמספר המוצג כאן הוא הערכת-חסר לדומיננטיות של הקבוצות העסקיות שיש להן החזקות ריאליות ופיננסיות.

⁶ לפני הבדיקה האמפירית ברצע "סינון קצוות" לפי שלושת משתני הבדיקה. נופו 6 תצפיות חריגות.



תזרים המזומנים של החברה מפעילות שוטפת לבין הוצאות המימון שלה.

מהאיור עולה שחברות לא-פיננסיות המשתייכות לקבוצות עסקיות הכוללות גם החזקות פיננסיות נוטות להיות ממונפות יותר (יש להן פחות נכסים ביחס להתחייבויות) ונזילות פחות (יש להן פחות נכסים שוטפים ביחס להתחייבויות השוטפות) מאשר חברות לא-פיננסיות המשתייכות לקבוצות שאינן כוללת החזקות פיננסיות ומאשר חברות עצמאיות לא-פיננסיות. כן עולה מהאיור חשד, שיכולתן של חברות לא-פיננסיות השייכות לקבוצות עסקיות - הן כאלה הכוללות גם החזקות פיננסיות והן כאלה הכוללות רק החזקות לא פיננסיות - לשרת את הוצאות המימון שלהן נמוכה מיכולתן של החברות העצמאיות לעשות כן. כדי לבחון ביתר עומק את ההבדלים

בין החברות הלא-פיננסיות השייכות לקבוצות שיש להן החזקות פיננסיות וריאליות לבין החברות הלא-פיננסיות האחרות, וכדי להזים חששות שההבדלים המוצגים באיור נובעים מהבדלים במאפייני החברות המתואמים עם שיוכן לקבוצה עסקית בעלת החזקות פיננסיות, נערכה בדיקה בשיטת propensity score. שיטה זו מאפשרת להשוות בין חברות דומות על בסיס גודלה של החברה והענף שבו היא פועלת. הבדיקה תומכת במסקנות דלעיל, אבל התוצאות אינן מובהקות סטטיסטית.⁷

ההבדלים באיור בין חברות המשתייכות לקבוצות עסקיות הכוללות החזקות פיננסיות לחברות אחרות מרמזים שחברות המשתייכות לקבוצות הכוללות החזקות פיננסיות מצליחות לגייס יותר אשראי ממתחרותיהן.⁸ נראה שחברות אלה נהנות גם מעלות מימון נמוכה יותר: היחס בין הוצאות המימון שלהן לסך התחייבויותיהן נמוך בממוצע מיחס זה בחברות הלא-פיננסיות האחרות;⁹ זאת על אף המינוף הגבוה יותר שלהן.

⁷ בדיקה המתבססת על נתוני הדוחות הכספיים שמלפני שיא המשבר נתנה תוצאות דומות. גם טרם המשבר חברות לא פיננסיות השייכות לקבוצות הכוללות גם החזקה פיננסית נטו להיות ממונפות יותר ונזילות פחות מחברות לא פיננסיות אחרות, ויחס המזומנים להוצאות המימון בהן היה נמוך מזה של חברות עצמאיות. עם זאת, גם לגבי התקופה שלפני המשבר בדיקה בשיטת propensity score נותנת תוצאות לא מובהקות.

⁸ בהקשר זה חשוב לציין את המגבלות הרגולטוריות על יכולתם של מוסדות פיננסיים שונים להלוות לצדדים קשורים ואת המגבלות על חשיפתם ל"קבוצת לוויים". (ראו לדוגמה נספח 3.4 לפרק 3 בדוח הביניים של הוועדה להגברת התחרותיות במשק, 2011).

⁹ גם כאן הבדיקה באמצעות propensity score נותנת תוצאות דומות מבחינה איכותית, אך לא מובהקות.

ייתכן כי המינוף העודף של חברות אלה מתאפשר בזכות המוניטין המיוחד לבעלי השליטה בהן; זאת בהסתמך על הבדיקות והדרישות שהן עמדו בהן לצורך קבלת היתר השליטה בגופים פיננסיים מפוקחים מהגורם הרגולטורי הרלוונטי – דבר הנתפס כמקטין את הסיכון המיוחד לבעל השליטה גם לגבי החזקותיהן האחרות.

הסבר אלטרנטיבי הוא, שהמינוף הגבוה יותר ועלויות המימון הנמוכות יחסית של החברות הלא-פיננסיות המשתייכות לקבוצות עסקיות הכוללות החזקות פיננסיות מתאפשרים בזכות קשריהן לחברות הפיננסיות. בהעדר ראיות כי החברות השייכות לקבוצות בעלות החזקות פיננסיות נהנות מהזדמנויות השקעה עדיפות על אלה של חברות אחרות¹⁰, עולה חשש כי עודף המינוף שלהן לא נובע מביצועיהן, אלא מהשתייכותן לקבוצה הכוללת, תחת אותה הבעלות, גם חברות פיננסיות. מצב זה, שחברות פיננסיות המחזיקות בכספי ציבור ומקצות אותם, לוקות בניגוד עניינים בשל קשריהן לחברות לא-פיננסיות, עלול להתבטא בהקצאה לא יעילה של המשאבים במשק¹¹: היכולת של חברות מסוימות ליהנות ממינוף גבוה משל חברות אחרות עלולה לפגום ביכולתן של האחרונות להתחרות בהן, ובטווח הארוך הדבר עלול להגדיל את הריכוזיות ולהקטין התמריצים ליזמות (Almeida and Wolfenzon, 2006).

גודלן של הקבוצות העסקיות, מורכבותן, העובדה שהן פועלות במספר ענפים ומבנה התמריצים הבעייתי בחלקן – כל אלה הופכים אותן לגורמים של סיכון מערכת; סיכון זה גדול יותר כאשר החברות המשתייכות לקבוצות העסקיות הן ממונפות מאוד. הבעיה עלולה אף להתעצם במקרה של בעלות משותפת על ספקי אשראי ועל צרכני אשראי, שבעטייה איתנות המוסד הפיננסי עלולה להיות קשורה לאיתנות החברות הלא-פיננסיות בקבוצה העסקית.

הנתונים על גודלן של הקבוצות העסקיות בכלל והקבוצות הכוללות החזקות פיננסיות בפרט והנתונים שהצגנו בדבר סיכון מוגבר שאינו מתומחר של חברות המשתייכות לקבוצות הכוללות החזקות פיננסיות עשויים לספק תימוכין להפרדה בין החזקות ריאליות לפיננסיות, כפי שהמליצה הוועדה להגברת התחרותיות במשק.

מקורות עיקריים

הוועדה להגברת התחרותיות במשק (2012), "המלצות סופיות", <http://mof.gov.il>.
 הוועדה להגברת התחרותיות במשק (2011), "טיטוט המלצות", <http://mof.gov.il/lists/CompetitivenessCommittee/Attachments/36/2011-1111.pdf>.
 קוסנקו, ק' (2008), "התהוותן של הקבוצות העסקיות בישראל והשפעתן על החברות ועל המשק", סדרת מאמרים לדיון, מחלקת המחקר, בנק ישראל.
 Almeida, H. and D. Wolfenzon (2006). "Should business groups be dismantled? The equilibrium costs of efficient internal markets", Journal of Financial Economics 79, 99-144.
 OECD (2011). "OECD Economic Surveys: Israel."

¹⁰ לדוגמה: בחברות הלא-פיננסיות השייכות לקבוצה בעלת החזקות פיננסיות ממרצע היחס בין שווי השוק של החברה לשווי נכסיה – אשר משמש קירוב למדד Q של טובין, המקובל כאינדיקטור לבחינת הערכת השוק את הזדמנויות ההשקעה של החברה – נמוך יותר מאשר בחברות הלא-פיננסיות האחרות.

¹¹ Almeida and Wolfenzon (2006) מציגים תימוכין תיאורטיים לחשש זה גם כאשר הקצאת הכספים בקבוצות העסקיות עצמן יעילה.